

A TLP: um erro de cálculo

Duas boas intenções nortearam a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em 2017: por um lado, dar mais realismo às taxas dos financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), ao aproximá-las das taxas de mercado de médio e longo prazos; por outro, eliminar os subsídios implícitos custeados pelo Tesouro ao fazer as capitalizações do referido banco. Mas de boas intenções o inferno está cheio.

Antes de se debaterem as duas intenções da TLP e suas consequências, saliente-se seu método de cálculo: ela é composta por uma parte marcada a mercado, via juros reais vindos das taxas dos leilões das Notas do Tesouro Nacional série-B (NTN-B) de cinco anos, e uma parte variável, o IPCA, ambos com divulgação mensal, a taxas anuais, pelo Banco Central (BCB). Entre 2018 e 2022 a parte real será gradualmente aumentada em termos proporcionais à taxa da NTN-B, iniciando-se em 57% dela a ser cobrada em 2018 até os 100% em 2023.

Pois bem, começando pela última das intenções: claramente, é fundamental deixar transparente os subsídios custeados pelos recursos da sociedade administrados pelo Tesouro. Eliminá-los, como o faz a TLP, deve sim ser feito, desde que se perceba que os retornos sociais deles, via cálculos de eficiência econômica, sejam aquém de seus custos. Mas a TLP não se baseou nestes cálculos. Ela veio na toada de se forçar o ajuste fiscal, ampliando as receitas do BNDES para as equilibrar aos custos de captação em mercado do Tesouro.

Dois pontos chamam a atenção aqui. Primeiro, a reação peremptória a um pro-

cesso momentâneo: a capitalização do BNDES via Tesouro foi uma prática recente, iniciada em março de 2009 e que durou até 2014. Porém, a duração da TLP é permanente, ainda que, em parte, busque sanar um desarranjo pontual. Segundo: em todo este tópico note-se a ausência de qualquer comentário sobre o custo do *funding* ao investimento, ou seja, o incentivo ao investimento não entrou na conta.

A outra das intenções da TLP é corrigir a formação dos juros no Brasil, eliminando-se os juros subsidiados e marcados a fórceps, como era a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP, substituída pela TLP) e ainda o é a da poupança. A ideia é se ter juro marcado a mercado, partindo da taxa Selic. Esta terá, segundo os propositores da TLP, tendência de queda, seja porque se esperam os melhores resultados fiscais ditos acima, seja porque com um mercado financeiro sem juros definidos à caneta, os juros básicos tendem a cair.

Vários são os problemas aqui. Há um primeiro de identificação: não é a Selic elevada por existir a TJLP, mas ao contrário, existia a TJLP devido à elevada Selic. Logo, se a intenção é se reduzir a Selic e a tornar mais eficiente, os problemas que devem ser compreendidos e resolvidos são os que fazem com que ela seja tão resistente à queda. A intenção da TLP neste sentido é bastante razoável, pois, de fato, é preciso normalizar o mercado financeiro nacional. Mas a TJLP, antes de um problema, era um resultado das questões existentes na formação da curva de juros no Brasil.

O piso de juros que a TJLP impunha ao sistema financeiro era um problema menor: muito mais necessário é acabar com a pós-fixação dos títulos públicos, o que é difícil ser feito sem traumas, mas necessário; não obstante, é preciso impor custos à liquidez e rentabilidade diárias, para que o longo prazo não seja tão custoso em relação ao curto; é fundamental se lutar contra o alto juro convencional pedido pelo brasileiro (a histerese de juros que vigora no Brasil); requer-se enfrentar a concentração bancária; e, desde meados de 2013, é preciso reajustar as contas públicas. Tudo isso facilitaria resolver-se o assunto pelo caminho certo, antes retificando a Selic para depois corrigirem-se os problemas decorrentes.

Aliás, consoante seus propositores, a TLP permitirá maior

eficiência da política monetária, por tornar os juros dos empréstimos do BNDES sensíveis à Selic. Com a TLP, os juros dos financiamentos do BNDES fazem parte da curva de juros do sistema financeiro e a política monetária sobre eles se transmitirá, pois as NTN-B refletirão variações da Selic que serão, então, repassadas à TLP. Aqui entram em cena mais dois problemas. Primeiro, o investimento produtivo não só é de participação reduzida no PIB, algo em torno de 17% no histórico das últimas décadas, mas também é a parcela mais necessária da demanda. Logo, a construção de maior potência da política monetária dar-se-á sobre o elemento mais fraco da demanda, porém o mais relevante e necessário deles.

O segundo problema é que o consumo, maior componente da demanda, responde muito pouco à variação da Selic. A razão disso é que a concentração bancária, e por conseguinte a capacidade de marcação de preço dos bancos comerciais, faz com que o *spread* bancário entre o juro básico e o de varejo seja tamanho, que as variações da Selic não alcancem, efetivamente, o juro de varejo. Como prova disto, veja-se o que se passa atualmente: os juros básicos estão em seu piso histórico ao passo que os juros de varejo nada se reduziram. Logo, como dito, a eficiência da política monetária processar-se-á sobre o elo mais frágil e necessário da demanda, o investimento, apenas.

Ressalte-se, enfim, outro problema. A TJLP não é uma taxa de captação acessível, como a da poupança e, assim, não concorria com a Selic, impondo-a um piso. Agora, contudo, a TLP está na curva de juros e, então, é custo de oportunidade para o empresário, algo de que a TJLP pretendia escapar. A esperança de que com a marcação a mercado existam mais entrantes privados na concessão de *funding* confirma que os propositores da TLP acreditam que a TJLP, e não a Selic, era o problema. No entanto, as questões que surgem são: por que um capital privado aceitará emprestar, a longo prazo, se ele já ganha a taxa da NTN-B aplicando a curto/médio? Por que largar uma NTN-B, com elevada liquidez, em troca de empréstimos ilíquidos longos? Não obstante, por que o empresário tomará recursos à taxa de mercado, elevada como ela é no Brasil, se ele pode aplicar seu recurso na NTN-B para ganhar de maneira mais fácil do que investir produtivamente?

Por ora a TLP tem sido baixa, entre 6,50-7% ao ano, patamar correlato ao da TJLP ao final de sua existência. No entanto, isso é causado pelo gradualismo de implantação da fórmula da TLP e pela estagnação bra-

A lógica por trás da TLP tinha boas intenções, mas ela foi um remédio errado e agora o empresariado brasileiro ganhou mais uma dificuldade, não bastassem as já várias existentes.

sileira. Mantidos todos os problemas da formação dos juros no Brasil, a Selic se ampliará tão logo a inflação volte a nuclear o centro da meta, puxando, assim, os juros médios das NTN-B e, então, a TLP. Imagine-se o problema, então, nos momentos de crise, quando as NTN-B, por serem prefixadas, pagarão prêmio de risco mais elevado, o que também se transbordará sobre a TLP. A lógica por trás da mudança tinha boas intenções, mas ela foi um remédio errado e agora o empresariado brasileiro ganhou mais uma dificuldade, não bastassem as já várias existentes.



FÁBIO TERRA

Professor da UFABC e do PPGE-UFU, Pesquisador do CNPq e Diretor da Associação Keynesiana Brasileira.